

SINOPSIS INTERNACIONAL



BNDES

*El banco de
desarrollo de Brasil*

http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_es/Institucional/Publicaciones_y_Presentaciones/sinopsis_internacional.html

Nº 16 – Octubre de 2011

PUBLICACIÓN SEMESTRAL

*Equipo: Ana Claudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse y Ricardo Agostini Martini
Apoyo: Vicente Pereira y Leticia Pereira Carvalho*

SUMARIO

Panorama mundial.....	1
Desempeño económico reciente.....	5
Estados Unidos.....	5
Europa.....	6
Japón.....	7
Países Emergentes.....	8
Box 1.1: Estancamiento económico, desindustrialización y mercado de trabajo.....	12
Inversiones externas directas en el mundo y en Brasil.....	14
Tendencias.....	14
Resultados generales de 2010.....	16
Brasil: país continúa a atraer cuantía ré- cord de IED.....	18
Comercio exterior brasileño.....	19
MATÉRIA ESPECIAL: La trayectoria de las reservas internacionales en América de Sur durante la crisis.....	26
Introducción.....	26
La pérdida de reservas entre los emergen- tes durante la crisis.....	27
Trayectoria reciente de las reservas y cambio en América de Sur.....	29
Conclusão.....	32

1) PANORAMA MUNDIAL

El *World Economic Outlook*, divulgado por el Fondo Monetario Internacional en septiembre, muestra las últimas proyecciones hechas por la institución para el crecimiento económico mundial (Tabla 1.1). De acuerdo con el documento, el mundo debe desacelerar el crecimiento económico para tasas próximas del 4% al año en los próximos años. La desaceleración ocurrirá tanto en los países avanzados como en los en desarrollo, pero será más acentuada en los primeros (para tasas anuales abajo del 2%) de lo que en los últimos (para tasas anuales en torno del 6%). Las economías más afectadas por la desaceleración serán la Zona del Euro y el Reino Unido, con tasas anuales entre el 1,1 y 1,6%. El mayor crecimiento económico, por otro lado, continuará siendo de China, cuyas tasas oscilarán entre el 9,5 y 9,0% al año. En Brasil, se espera que las tasas se mantengan abajo del 4,0% en los próximos años.

La Sinopsis Internacional es de total responsabilidad de sus actores y no refleja la posición oficial de BNDES.

Cierre de la edición: 10.10.2011

Correo electrónico: sinopseinternacional@bndes.gov.br

Teléfono: 55 – 21 – 2172-7369

Para recibir la Sinopsis Internacional directamente en su correo electrónico, entre en contacto con nosotros.

Tabla 1.1: Proyecciones de crecimiento mundial (%)

	FMI				Proyecciones IIF	
	2009	2010	2011p	2012p	2011p	2012p
Mundo	-0,7	5,1	4,0	4,0	3,4	3,6
Economías Avanzadas	-3,7	3,1	1,6	1,9	1,4	1,8
EUA	-3,5	3,0	1,5	1,8	1,6	1,8
Zona del Euro	-4,3	1,8	1,6	1,1	1,7	1,3
Alemania	-5,1	3,6	2,7	1,3	-	-
Francia	-2,6	1,4	1,7	1,4	-	-
Reino Unido	-4,9	1,4	1,1	1,6	-	-
Japón	-6,3	4,0	-0,5	2,3	-0,3	2,8
Economías en Desarrollo	2,8	7,3	6,4	6,1	6,3	6,0
Brasil	-0,6	7,5	3,8	3,6	3,5	3,3
México	-6,2	5,4	3,8	3,6	3,9	3,6
China	9,2	10,3	9,5	9,0	9,5	9,0
India	6,8	10,1	7,8	7,5	7,8	8,2
Sudáfrica	-1,8	2,8	3,4	3,6	3,5	3,9
Rusia	-7,8	4,0	4,3	4,1	4,2	4,0

Fuentes: FMI (World Economic Outlook) e IIF (Global Economic Monitor).

Desde el segundo trimestre del presente año, la economía mundial pasa por un período de desaceleración, con la actividad económica más débil en comparación con su desempeño en los trimestres anteriores, menores grados de confianza tanto por parte de los consumidores como por parte de los empresarios, y un mayor riesgo de recesión. La desaceleración se debe a muchos factores, tales como los desastres en Japón, con efectos sobre la cadena mundial de la industria de autos, la restricción fiscal en las economías maduras y la elevación de los precios del petróleo y de los alimentos. Sin embargo, la mayor parte de esos factores está a camino de reversión. Pero, persisten dos graves problemas verificados en el panorama macroeconómico mundial, la debilitación de la recuperación de las economías desarrolladas desde el inicio del año, que era inesperada por los analistas, y la incertidumbre sobre el porvenir de la política fiscal y los mercados financieros globales.

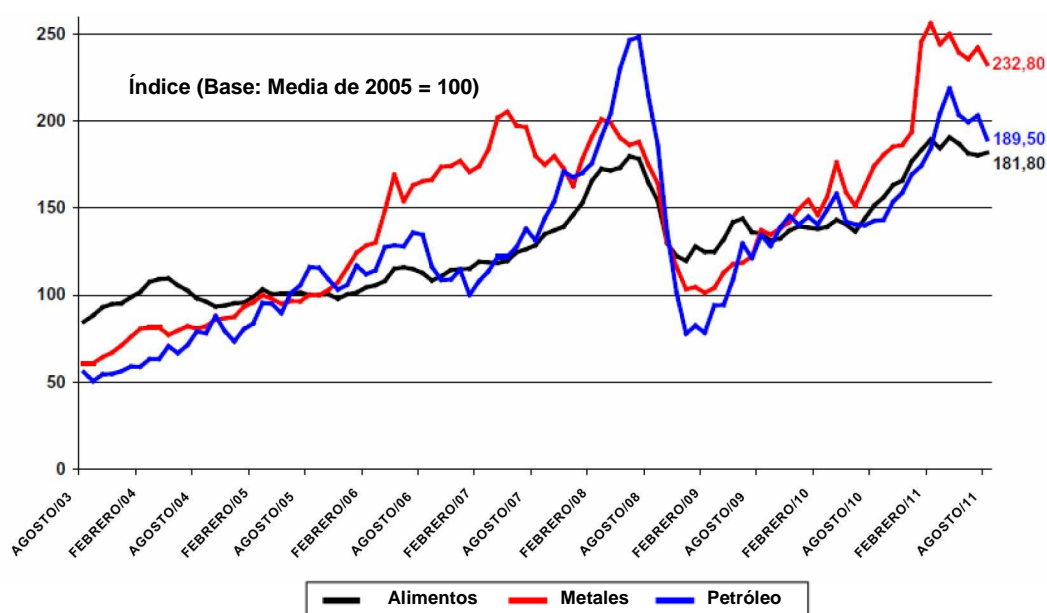
La debilitación de la recuperación de las economías desarrolladas acontece porque los estímulos fiscales adoptados por los países (con la excepción de Japón) están cesando, y los gobiernos están haciendo ajustes, pero la demanda del sector privado no está ocupando su espacio. Por eso, esas economías necesitan recurrir a la demanda externa, de las economías en desarrollo con superávit en cuenta corriente (principalmente China), para que no entren en estancamiento.

Las incertidumbres con relación a las finanzas internacionales ocurren del escepticismo por parte de los mercados con relación a la habilidad de los países en estabilizar sus deudas públicas, especialmente en Europa. Por consecuencia, los mismos mercados están más escépticos con relación a los bancos que cargan títulos públicos de los países más endeudados.

En las economías en desarrollo, las incertidumbres son menores de lo que en las economías desarrolladas, permitiendo que sus tasas de crecimiento económico sean mayores. Particularmente, América Latina es beneficiada por el alto nivel del pre-

cio de las *commodities* (Gráfico 1.1), y en Asia el nivel de actividad fue apenas modestamente afectado por el estancamiento externo, por el impacto sobre las redes de producción manufacturera. Los mayores desafíos son el gran aumento de algunas de ellas, particularmente en Asia y en América Latina y la volatilidad de los flujos de capitales extranjeros. Además, no se puede extrañar el riesgo de que una posible recesión en los países desarrollados inhiba su demanda por exportaciones y provoque depreciación de las *commodities* en nivel internacional, acarreando problemas en la cuenta corriente de los países periféricos.

Gráfico 1.1: Índice de los precios de las *commodities*
(Base: Media de 2005=100)



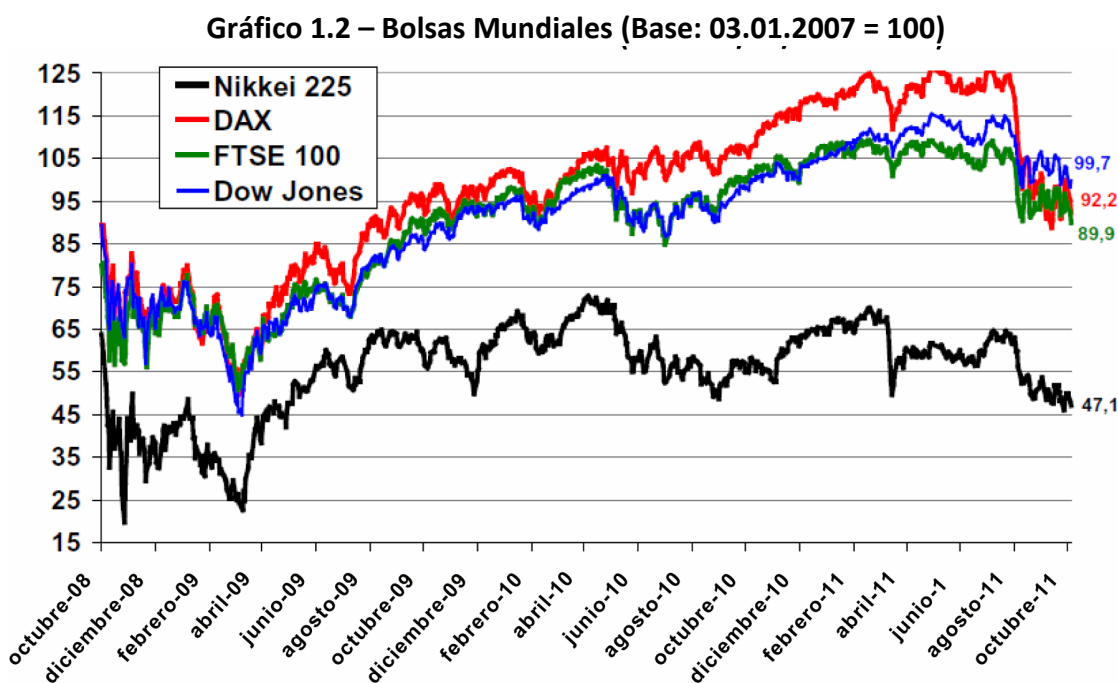
Fuente: FMI.

En ese sentido, las perspectivas para el aumento de la producción y del consumo son distintas para las economías avanzadas y los países en desarrollo. Con relación a las economías avanzadas, se espera una reconquista modesta del aumento en los próximos años, y más acentuada en los países con mayores relaciones comerciales con Asia, acompañada de la estagnación del consumo privado, provocado por el aumento del desempleo, pérdida de confianza, y bajos precios de las residencias, por su efecto sobre la riqueza personal. Con relación a los países en desarrollo, por otro lado, se espera un aumento recio, pero en desaceleración, cuyos principales desafíos son las restricciones de infraestructura, y la estagnación del sector externo. El consumo en esos países, por otro lado, seguirá fuerte gracias al aumento del empleo y de la renta.

Los mercados cambiales internacionales presentaron dos calidades de inclinación en los últimos años. Hubo depreciación de las monedas de los países desarrollados y de los más afectados por la crisis de 2008-09, como los Estados Unidos y el Reino Unido, lo que fue visto como favorable para el ajuste externo de esas economías. Por otro lado, hubo inclinación de apreciación de las monedas de los países en desarrollo y

de los productores de *commodities*, lo que engendró preocupación con relación a la pérdida de competitividad de sus productos en los mercados internacionales y al riesgo de desindustrialización en algunos países. Por eso, algunas naciones adoptaron medidas políticas para detener la alta de sus monedas, como la intervención directa del banco central (China).

Desde lo segundo trimestre de ese año, el Euro y el Yen presentaron inclinación de apreciación, en acuerdo con los fundamentos económicos observados, como la elevación de la tasa de intereses en la zona Euro y la elevación de los costes públicos en Japón en ocurrencia de la reconstrucción de la infraestructura perdida con el terremoto y el tsunami en marzo. En ese país, incluso, el banco central pasó a realizar intervenciones en el mercado para corregir flotaciones excesivas del cambio. El dólar manifestó inclinación de depreciación en el período, también en acuerdo con los fundamentos económicos de la economía estadounidense (como las bajas tasas de intereses y el acúmulo de déficits en la balanza comercial). La desvalorización es vista como positiva para la recuperación económica del país. En las economías en desarrollo, se verificó mayor estabilidad del comportamiento cambial, por lo menos hasta las últimas semanas. En China, el cambio continúa subvalorado, tanto debido a la composición de las reservas del país como a las políticas adoptadas. En Brasil y en Sudáfrica, por otro lado, el cambio se mostró sobrevalorado. En las últimas semanas, como consecuencia de la mayor aversión al riesgo por el mercado financiero consecuente del posible *default* de Grecia, hubo inclinación de rápida depreciación de las monedas de los países en desarrollo y apreciación monetaria de los países tenidos como más seguros, tales como Suiza. El comportamiento de las bolsas mundiales está registrado en el Gráfico 1.2.



Fuente: Macro datos.

Desempeño Económico Reciente

Estados Unidos

Durante los últimos meses, el principal asunto de la economía estadounidense ha sido el debate sobre la política fiscal a ser adoptada en el porvenir próximo. Hasta poco tiempo atrás, la preocupación de sus gestores era como administrar el déficit público. Sin embargo, en el actual momento, en que el ritmo de aumento económico está aflojado y el sector privado está más volcado a la reducción de su endeudamiento que a la inversión, se tomó la perspectiva de que una política fiscal restrictiva puede poner la recuperación en riesgo. Por eso, el gobierno del país está más preocupado en hacer con que la política fiscal apoye la recuperación económica. En ese sentido, en septiembre el presidente Barack Obama elaboró una propuesta fiscal para el Congreso que incluye tres puntos principales. Primero, un paquete de costes de US\$ 447 mil millones (3,3% del PIB). Segundo, la reducción de impuestos sobre nómina, contrataciones y aumentos salariales. Tercero, la extensión de medidas de emergencia contra la crisis de 2008-09 que se encerrarían este año, como la compensación para el desempleo, la reducción de impuestos sobre la seguridad social y la aceleración de la depreciación para costes de capital. Como el clima político del país, de radicalización y polarización entre gobierno y oposición en el Congreso, deberá impedir que todas las medidas sean aprobadas, se espera que la política fiscal sea de contracción el próximo año, pero no de la magnitud que sería si no hubiese el paquete.

Otro punto importante sobre las perspectivas de la economía estadounidense es el riesgo de una nueva recesión. De acuerdo con el *Global Economic Monitor*, divulgado por el *Institute of International Finance* (IIF), los fundamentos económicos indican que no hay ese riesgo, a pesar de la reducción de la tasa de aumento del 2,75% en el segundo semestre de 2010 para el 1% en el primer semestre de 2011. En primer lugar, no hay señales de cortes bruscos en las inversiones de las empresas y ni de su existencias. En segundo lugar, la actividad real dio señales de mejora en julio, aún con señales de desaceleración en agosto y septiembre. Los costes personales con consumo crecieron un 2,7% al mes, hubo aumento de la inversión en bienes de capital, y las exportaciones acumularon alta del 4,9% al mes.

O sea, la trayectoria de la economía americana deberá ser de recuperación lenta, aún operando con considerable capacidad desocupada y tasas de desempleo elevadas. Eso deberá mantenerse en el medio plazo, mientras el sector privado mantenga su proceso de ajuste de deudas, los precios de las residencias se mantengan bajos - cerca del 32% abajo de los valores de 2006 - y la confianza de los consumidores e inversionistas continúen en descenso.

Los datos del PIB para el segundo trimestre de ese año registran aumento del 1,3%, en una tasa anual con estacionalidad ajustada. El destaque fue la variación de las exportaciones, del 3,1%, al paso que los costes de los consumidores ascendieron un 0,7%. El saldo en cuenta corriente registró déficit de US\$ 118 mil millones en el segundo trimestre, ante US\$ 119 mil millones en el anterior. Los analistas esperaban que el

déficit aumentase. La producción industrial tuvo aumento del 0,2% en agosto con relación al mes anterior, con destaque para el desempeño del sector automovilístico.

En el menudeo, el volumen de ventas se ha estancado en agosto, causado por la desconfianza de los consumidores provocada por las disputas en las cuestiones presupuestarias en el Congreso y por las dudas sobre la capacidad de pago del país con relación a sus deudas. Los costes de consumo crecieron el 0,2% en agosto en la comparación con julio, registrando inclinación de desaceleración (el aumento en julio ante junio fue del 0,7%). Parte del comportamiento de ese indicador puede ser explicada por el descenso del 0,1% de los rendimientos de los consumidores en el mismo mes, el primer resultado negativo desde octubre de 2009.

La tasa de desempleo en agosto se mantuvo en un 9,1%, incluso con la creación de 103 mil nuevos puestos de trabajo, arriba de lo previsto de 60 mil nuevas vacantes.

Con relación a la inflación, el índice de precios al consumidor registró alta del 0,4% en agosto, 0,1 p.p. abajo de la tasa de julio, pero arriba de lo esperado por el mercado, con destaque para el segmento de alimentos. El núcleo del índice, que excluye alimentos y energía, tuvo alta del 0,2%. En base anual, el IPC acumula alta del 3,8%. El índice de precios al productor se mantuvo estable en agosto en comparación con julio. Sin embargo, en comparación con agosto de 2010, el alta del indicador llega al 6,5%. Con relación a la política monetaria, el FED mantuvo la tasa básica de intereses entre el 0% y 0,25%, destacando el compromiso de mantener los intereses bajos hasta mediados de 2013, teniendo en vista la perspectiva de aumento económico lento e inflación estable.

Europa

En la zona del Euro, la estimativa del PIB en el segundo trimestre divulgada por la Eurostat fue de aumento del 0,2% en el segundo trimestre de ese año con relación al anterior, y el 1,6% con relación al segundo trimestre de 2010. En la comparación trimestralmente, entre los componentes del PIB, el mayor aumento aconteció en las exportaciones. Las inversiones de las empresas crecieron el 0,2%, mientras que el consumo de las familias y de los gobiernos cayeron el 0,2% cada. La producción industrial creció el 1% en julio ante junio y el 4,2% en comparación con julio de 2010. En esta base de comparación, los destaques fueron la industria alemana (+4,1%) y francesa (+1,6%). La tasa de desempleo en julio y agosto permaneció en el nivel del 10,0%. A pesar de las tensiones en el mercado financiero y de la desaceleración económica, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo la tasa de intereses en un 1,5%, en reunión en la primera semana de octubre.

En Europa, durante el segundo trimestre del año el motor de la economía fueron las exportaciones. La demanda doméstica permaneció reprimida. El consumo de las familias estuvo en descenso, con el deterioro de los precios de los activos, la retracción del crédito y el deterioro de la confianza de los consumidores. Los costes públicos también estuvieron deprimidos gracias a los programas de ajuste fiscal adoptados por los países, con descenso del 0,7% con relación al trimestre anterior. Asimismo, hubo

desaceleración de las inversiones (variación del 0,6% ante 7,5% en el trimestre anterior) y de la producción industrial (variación del 0,9% ante 6,8%).

Entre las causas de la desaceleración económica en el segundo trimestre de este año pueden ser citadas el alta de los precios de las *commodities* con relación a la renta real disponible, el ajuste fiscal adoptado por muchos países y el deterioro de la confianza de los consumidores y de los inversionistas. Los países más afectados por la desaceleración son los de la periferia europea, muchos de ellos con problemas de elevado nivel de endeudamiento, tales como Grecia, Irlanda, Portugal, Islandia y Letonia. Por otro lado, los países del centro y del norte del continente están en mejor condición financiera y sus actividades manufactureras se encuentran en expansión, como Alemania, Dinamarca, Holanda, Polonia, Suecia y Suiza.

O sea, en este momento la calidad de aumento económico viene siendo desigual entre los países de la región. Mientras que los países centrales del continente presentan aumento más acelerado y mercado interno más calentado, los países periféricos se encuentran estancados. Por otro lado, si la desaceleración se apodera del centro, dos factores opuestos pueden ocurrir en la periferia. En primer lugar, el centro europeo es el principal mercado consumidor de las exportaciones de la periferia, de modo que habría un refuerzo de la inclinación de estagnación. Por otro lado, daría espacio para que el Banco Central Europeo disminuya los intereses, haciendo con que el Euro se afloje con relación las demás monedas mundiales, lo que estimularía exportaciones para otros mercados consumidores.

Por otro lado, Europa como un todo está vulnerable a riesgos venidos del mercado financiero, tanto en el mercado de títulos públicos como en el mercado de activos. Tales riesgos son motivados por incertidumbres fomentadas por el deterioro de los precios de las acciones y de la confianza en la capacidad de pago de los países periféricos más adeudados, principalmente Grecia.

Sin embargo debido a la presente coyuntura, el Banco Central Europeo señaló que dará fin a la política de retracción monetaria. Se espera que la inflación continúe contenida con la estabilización de los precios de las *commodities*.

Japón

En Japón, el Departamento de Estadísticas informó que el PIB retrajo el 0,5% en el segundo trimestre de ese año con relación al primero, y el 2,1% con relación al segundo trimestre de 2010. Para los analistas, eso indica que el efecto del terremoto y del *tsunami* en marzo sobre la inversión empresarial fue mayor que lo esperado. La producción industrial creció el 0,8% en agosto en la comparación con julio, abajo del 1,5% esperado por el mercado. Con relación a julio de 2010, sin embargo, el indicador registra descenso del 3,0%. La balanza comercial registró déficit de 775,3 mil millones de yenes (US\$ 10,14 mil millones de dólares) en agosto. Con relación al mismo mes del año anterior, las exportaciones crecieron un 2,8%, y las importaciones, el 9,9%. La tasa de intereses fue mantenida por las autoridades monetarias entre el 0% y 0,1%, con los objetivos de impulsar la economía y combatir la valorización del yen.

La trayectoria de la economía japonesa en los últimos meses estuvo pautada por la recuperación después de las catástrofes ocurridas en marzo, las cuales afectaron especialmente la industria de autos y de electrónicos, incluyendo sus cadenas productivas en todo el mundo. Sin embargo, la recuperación está en proceso de desaceleración, ya que la producción industrial en julio creció apenas el 0,4% con relación a junio, y hay una notable debilitación del encargo de máquinas y de las ventas en el menudeo en los últimos meses. Parte de ese efecto puede ser explicada por la volatilidad financiera de Estados Unidos y Europa contagiando los mercados del país, de modo a inhibir inversiones privadas. Además, el país viene atrayendo demasiados flujos de capitales en los últimos meses debido a la aversión al riesgo en los mercados internacionales. Eso está presionando la valorización de la moneda nacional (el yen), y perjudicando las exportaciones a pesar de las intervenciones realizadas por el banco central.

La inflación en Japón permanece en un nivel muy bajo, casi nulo. En algunos períodos, se verifica hasta incluso deflación. Por eso, se espera que la política monetaria si mantenga expansionista, de intereses bajos, en el porvenir próximo, como forma de eliminar el riesgo de nueva deflación.

Países Emergentes

De acuerdo con las estimativas del IMF, divulgadas en el *World Economic Outlook* de septiembre de 2011, las economías emergentes crecieron en su totalidad un 7,3% en el año de 2010, siendo del 6,1% el aumento estimado para América Latina y Caribe, y del 9,5% para Asia (ver Tabla 1.1). Parte del desempeño económico de los países en desarrollo ocurre del alto nivel en el que los precios de las *commodities* se establecieron, beneficiando sus exportadores, del creciente dinamismo de sus mercados internos y de la atracción de inversiones directas extranjeras.

En Asia, la perspectiva de la desaceleración económica de Estados Unidos y de Europa ya afectó los mercados financieros de los países emergentes, provocando desvalorizaciones cambiales del 3 al 7% en casi todos los países. Tales desvalorizaciones ocurrieron a causa de la fuga de capitales para economías tenidas como más seguras, dado el actual ambiente de mayor aversión al riesgo. La oscilación fue más intensa en los países con mayores déficits en cuenta corriente, especialmente India (7%), al paso que en China prácticamente no hubo variación. En ese país también pesó la actuación del Banco Central, no permitiendo la desvalorización del *yuan* para no fomentar riesgos de aceleración inflacionista.

Muchos analistas cuestionan si una posible recesión en Estados Unidos y en Europa puede aflojar el aumento económico de los países asiáticos emergentes por medio de la reducción de su demanda por importaciones. El informe del IIF afirma que no – aun cuando la crisis externa desacelere el ritmo de la actividad económica en Asia, la región deberá seguir creciendo arriba de la media mundial – y eso se justifica de acuerdo con una serie de factores. Primero, la diversificación de la pauta de exportaciones hace con que los países de la región sean menos dependientes de Estados Unidos y de Europa de lo que se imagina, de modo que sus exportaciones pueden conti-

nuar creciendo incluso con la estagnación de esas economías. Segundo, no se espera haber recesión en las economías desarrolladas, sino la prosecución de bajas tasas de aumento. Tercero, los bancos centrales de la región (menos India y China) están señalizando el cierre del actual ciclo de aprieto monetario. Cuarto, los precios de las *commodities* pararon de ascender, y, en los casos de los metales y del petróleo, siguen un ligero descenso en los últimos meses. Quinto, la demanda interna es capaz de liderar el aumento de esas economías, especialmente en China.

El aumento económico chino en los próximos años debe desacelerar del 10,5% al año para cerca del 9%, pujado principalmente por las inversiones domésticas. Por otro lado, la política monetaria debe continuar restrictiva para controlar la inflación, por medio de la imposición de límites para el aumento del crédito, elevaciones de la tasa de intereses y aumento de las peticiones de reservas bancarias.

En India, el aumento económico del país viene siguiendo tasas anuales próximas a los 7,5% y es liderado por el consumo privado doméstico. La tasa de inversión está retraída, más afectada por las incertidumbres del mercado financiero internacional. La inflación viene acelerando para índices de dos dígitos, causada por las bajas tasas reales de intereses y por el aumento del crédito, lo que puede provocar reacción de ajuste de los intereses y del crédito por parte de la política monetaria.

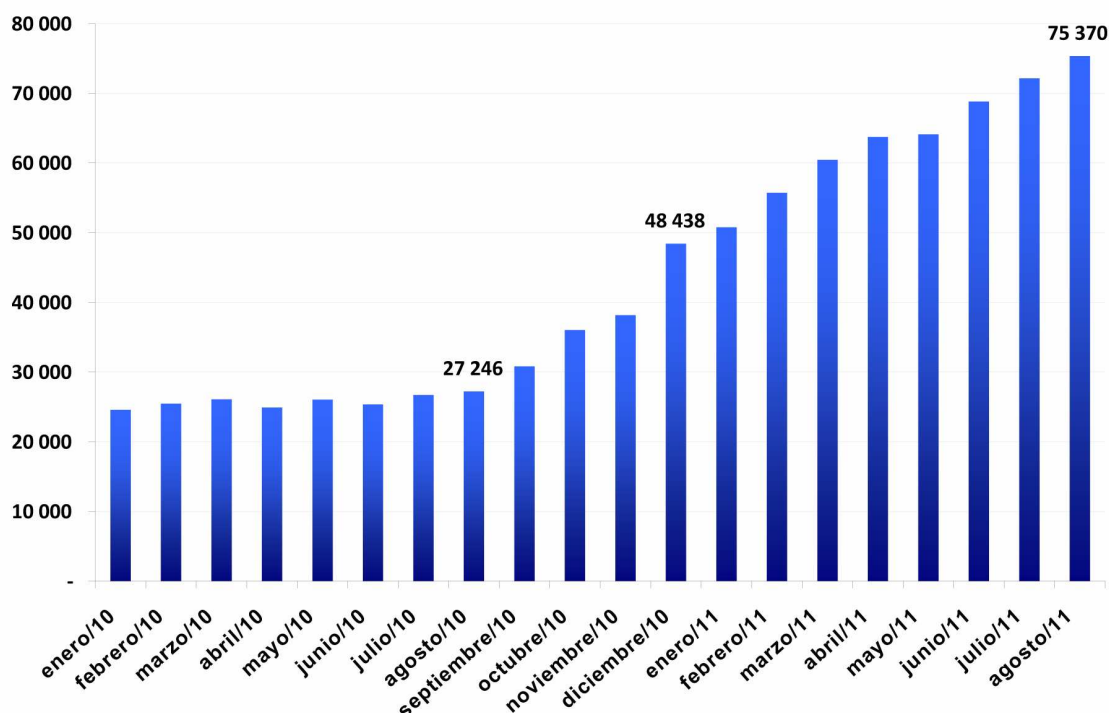
De un modo general, la aceleración inflacionista continúa presionando las economías emergentes asiáticas, especialmente en las economías con mayor aumento reciente en el volumen de crédito, producto más calentado y políticas más flexibles. Tal aceleración tiene el efecto de al mismo tiempo reducir el coste del capital para los inversionistas y de elevar progresivamente las expectativas de inflación del público.

En América Latina, a pesar de la estagnación de los países desarrollados y la creciente aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, la inversión extranjera directa (IED) creció 30% en 2011, para cerca de 120 mil millones de dólares, siendo que cerca de mitad de ese valor fue dirigido para Brasil. El IIF apunta una serie de factores que hacen con que América Latina sea una región propicia a inversiones, a pesar de la actual coyuntura macroeconómica externa. Primero, las tasas de aumento económico mayores en comparación con otras regiones del mundo. Segundo, la abundancia y la diversidad de *commodities* para exportación. Tercero, la credibilidad de las políticas macroeconómicas adoptadas en muchos países de la región. Cuarto, los menores riesgos políticos. Y por fin, el aumento de la clase media como mercado consumidor. El IED en Brasil pasó de 27,2 mil millones de dólares en agosto de 2010 (1,32% del PIB) para 75,3 mil millones en agosto de 2011 (3,22% del PIB) en el acumulado en 12 meses, según registra el Gráfico 1.3 (ver también sección “Inversiones externas directas en el mundo y en Brasil”).

El aumento económico de América Latina estuvo arriba de la media mundial en los últimos años, y en aceleración en 2010 y en el inicio de 2011, gracias al aumento de la demanda doméstica por atracción de inversiones extranjeras y en términos de cambio favorables debido al precio de las *commodities* en los mercados internacionales. Sin embargo, desde el segundo trimestre, las economías de la región pasaron por un

proceso de desaceleración, reforzada por la estagnación de la economía externa y del precio de las *commodities*. Además, los países pasaron a adoptar políticas más restrictivas para combatir el gran aumento económico, lo cual se manifestaba en muchas naciones en la forma de tasas de inflación acumulada arriba de la meta, déficits en cuenta corriente, acelerado aumento del volumen de crédito y valorización de los activos y de las tasas de cambio. Para los próximos años, se espera que el aumento económico sea mayor en las economías exportadoras de *commodities* (Argentina, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay) que en las más dependientes de las economías desarrolladas (México, América Central, Caribe).

Gráfico 1.3: Inversiones Extranjeras Directas en Brasil, saldo acumulado en 12 meses (US\$ millones)



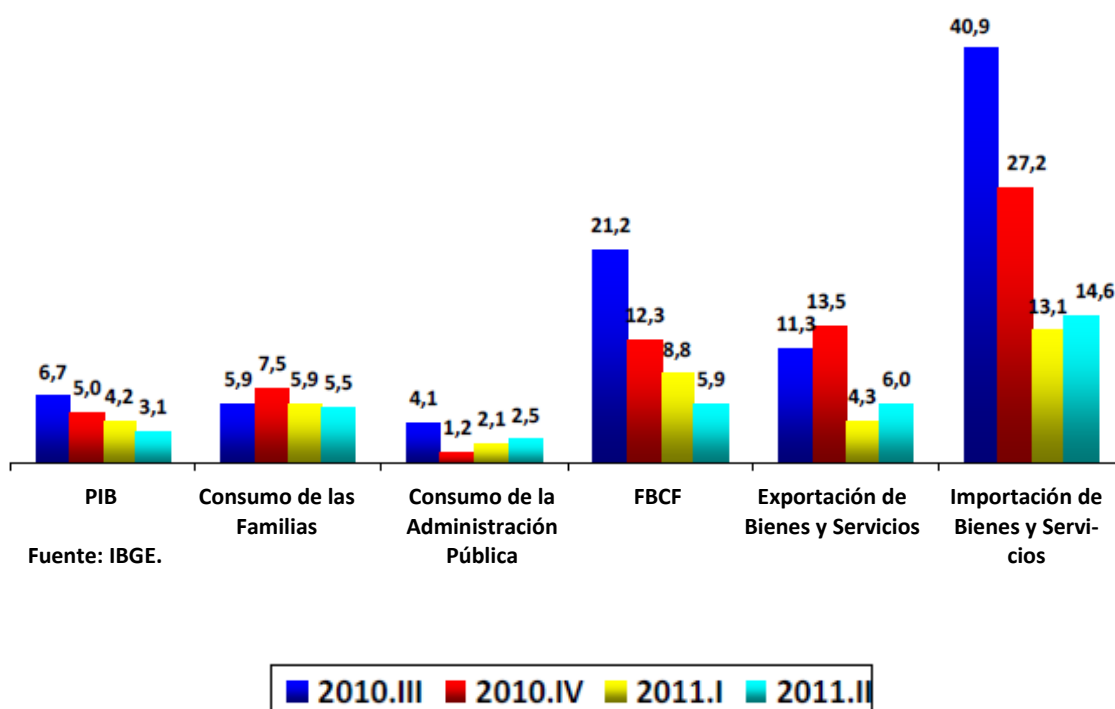
La inflación debe desacelerarse en los próximos períodos y converger para dentro de las metas de inflación en los países que adoptan ese régimen de política, gracias a la estabilización de los precios de las *commodities* y a la desaceleración económica. El escenario externo debe reducir la presión inflacionista y revertir la inclinación de que los bancos centrales adopten políticas de contracción. En Brasil, en el último mes, el Banco Central redujo la tasa de intereses en 0,5 punto porcentual teniendo en vista exactamente el escenario externo en desaceleración.

En Brasil, según datos divulgados por el IBGE, el producto interno bruto a precios de mercado y con ajuste estacional tuvo aumento del 0,8% en el segundo trimestre este año con relación al trimestre inmediatamente anterior, llegando a R\$ 1.021,8 mil millones en valores corrientes. Con relación al segundo trimestre de 2010, el PIB a precios de mercado registró aumento del 3,1%, ante 4,2% verificados en el primer trimestre de 2011 (en comparación a igual trimestre de 2010). La desaceleración de la tasa de aumento fue generalizada entre los sectores económicos: los servicios tuvieron aumento del 3,4% (ante 4,0% en el trimestre anterior), la industria tuvo aumento del

1,7% (ante 3,5%), y la agropecuaria permaneció estancada (ante aumento del 3,1%). En la industria, el destaque fue el subsector de electricidad y gas, agua, cloaca y limpieza urbana (3,4%). En los servicios, el destaque fueron los servicios de información (5,5%). Entre los componentes de la demanda agregada (Gráfico 1.3), la FBCF fue el destaque, con aumento del 5,9% en el período. Sin embargo que haya ocurrido una desaceleración de la FBCF con relación al primer trimestre de 2011, el aumento se quedó expresivamente arriba de la tasa de expansión media del PIB en el período. El consumo de las familias tuvo alta del 5,5% que puede ser explicada por la elevación de la masa salarial real y por el aumento del saldo de operaciones de crédito del sistema financiero con recursos libres para personas físicas.

En el acumulado de los últimos 4 trimestres, el PIB a precios de mercado creció el 4,7% con relación al mismo período del año anterior (Gráfico 1.4). La industria creció el 4,4%, influenciada especialmente por el subsector de extracción mineral (9,3%). Los servicios crecieron el 4,2%, pujados por el subsector de intermediación financiera y seguros (8,4%). En el análisis de la demanda agregada, se destacó el aumento del 11,9% de la formación bruta de capital fijo.

Gráfico 1.4: Componentes de la Demanda
Tasa de variación con relación al año anterior (%)



Box 1.1: Estagnación Económica, Desindustrialización y Mercado de Trabajo

Las economías desarrolladas enfrentaron una gran elevación de las tasas de desempleo durante la recesión de 2008-09, según muestra la Tabla 1.2. Después del valle de la crisis, sin embargo, es notable que la recuperación económica esté siendo mucho más lenta de lo que se esperaba. Sin embargo, aunque la recuperación vuelva a acelerar, problemas estructurales en el mercado de trabajo deben continuar, según muestran estudios hechos por expertos en el tema. Los efectos de la globalización de las cadenas productivas y los cambios tecnológicos en las últimas décadas están reorganizando la división mundial del trabajo, transfiriendo colocaciones en el sector manufacturero y de media renta para países en desarrollo, especialmente en el este asiático.

Tabla 1.2: Evolución de la Tasa de Desempleo en Diferentes Países (%)

País	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
Sudáfrica	26,7	25,5	22,2	22,9	23,9	24,9	24,5
España	9,2	8,5	8,3	11,3	18,0	20,1	20,7
Turquía	10,6	10,2	10,2	10,9	14,0	11,9	10,5
Francia	9,3	9,2	8,4	7,8	9,5	9,8	9,5
Estados Unidos	5,1	4,6	4,6	5,8	9,3	9,6	9,1
Italia	7,7	6,8	6,1	6,8	7,8	8,4	8,2
Reino Unido	4,8	5,4	5,4	5,6	7,5	7,9	7,8
Canadá	6,8	6,3	6,1	6,2	8,3	8,0	7,6
Rusia	7,6	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5	7,3
Argentina	11,6	10,2	8,5	7,9	8,7	7,8	7,3
Indonesia	11,2	10,3	9,1	8,4	7,9	7,1	6,8
Brasil	9,8	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,7
Alemania	11,2	10,2	8,8	7,6	7,7	7,1	6,0
Australia	5,1	4,8	4,4	4,3	5,6	5,2	5,0
Japón	4,4	4,1	3,8	4,0	5,1	5,1	4,9
México	3,6	3,6	3,7	4,0	5,5	5,4	4,5
China	4,2	4,1	4,0	4,2	4,3	4,1	4,0
Corea del Sur	3,7	3,5	3,3	3,2	3,7	3,7	3,3

Fuente: IMF, WEO de Septiembre de 2011.

Desde la década de ochenta, los cambios tecnológicos relacionados a los procesos de producción favorecen a los trabajadores más calificados de los países desarrollados, en detrimento de los trabajadores de media renta. Los avances en el sector de comunicaciones y en la informática permitieron la transferencia de las líneas de producción para los países en desarrollo, quienes cuentan con disponibilidad de mano de obra barata, al paso que los centros de investigación y de administración de las grandes empresas continuaron en los países más avanzados.

El resultado de eso es que, por un lado, la nueva división internacional del trabajo colaboró con el aumento económico y la generación de empleos y salarios en algunos países en desarrollo, así como permitió la reducción de los precios de los bienes manufacturados para los consumidores en nivel mundial. Por otro lado, sin embargo, causó una polarización de renta en el mercado de trabajo en otras economías, principalmente las más desarrolladas. Eso pasa debido a la desindustrialización, o sea, la pérdida de colocaciones en las industrias más productivas, quiénes son transferidos para otros países, y la consecuente emigración de los trabajadores para sectores menos productivos, como el de servicios personales. El resultado de eso es el retardo del desempleo - la elevación de su tasa estructural - y la pérdida de renta real de muchos trabajadores de clase media.

Para mitigar los efectos sociales de la desindustrialización, es indispensable que sean creadas políticas de mejor entrenamiento y educación de la mano de obra – así como inversiones en el aumento de productividad en los sectores no manufactureros. Además, en el corto plazo, políticas de redistribución de renta son bienvenidas para contrabalancear la polarización social.

Para combatir los riesgos de la desindustrialización, es fundamental el uso de la política industrial para mantener la actividad manufacturera internacionalmente competitiva y generando colocaciones y renta.

Referencias:

FERREIRA, F.; PRENNUSHI, G.; RAVALLION, M. Protecting the poor from macroeconomic shocks: an agenda for action in a crisis and beyond. Washington, DC.: World Bank, 2000. 28 p. (Working paper, n. 2160)

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL, World Economic Outlook. Septiembre de 2011;

LUSTIG, N. Crises and the poor: socially responsible macroeconomics. Washington, DC.: Interamerican Development Bank, Sustainable Development Department, 2000. 36 p. (Working paper, n. 108);

RAVALLION, M. Pro-poor growth: a primer. Washington, DC.: World Bank, March 2004. 28 p. (Policy research working paper, n. 3242).

TOBIN, J. Poverty in relation to macroeconomic trends, cycles and policies. In: IRP-ASPE CONFERENCE. Poverty and public policy: what do we know? What should we do? 1993. Disponible en: <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d10a/d1030-r.pdf>.

2) INVERSIONES EXTERNAS DIRECTAS EN EL MUNDO Y EN BRASIL

Tendencias: aumento del riesgo de nueva recesión puede interrumpir recuperación de las inversiones externas

Las inversiones de las empresas transnacionales en mercados diferentes de sus países de origen (inversiones externas directas - IED) vienen recobrándose en ritmo lento después de la crisis de 2007-2008. El levantamiento final de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), agencia de la ONU especializada en el acompañamiento de esas estadísticas, registró inversiones de US\$ 1,244 billón en 2010, medidos por los flujos de entrada. El valor representa un aumento del 5% sobre el montante de 2009, pero aún es cerca del 37% menor que el pico de casi US\$ 2 billones registrado en 2007 (Gráfico 2.1). Los resultados finales de 2010 por región son presentados en la tabla abajo (Tabla 2.1).

Gráfico 2.1: Evolución de los flujos de IED en el mundo

Flujo de entrada en US\$ mil millones

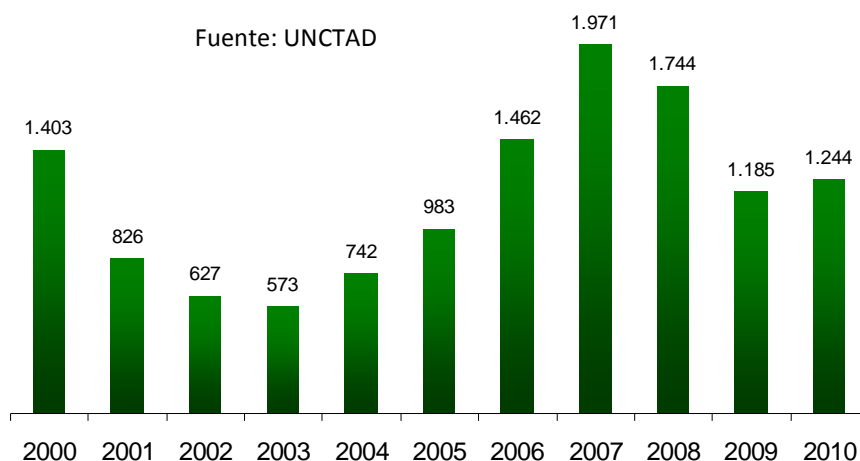


Tabla 2.1: Flujos de IED por Región 2009-2010*

US\$ mil millones y variación %**

Región	2009	2010	Var. %
Mundo	1.185,03	1.243,67	4,95
Economías Desarrolladas	602,83	601,91	(0,15)
Economías en Desarrollo	510,58	573,57	12,34
África	60,17	55,04	(8,52)
América Central y Caribe	85,71	72,69	(15,19)
América del Sur	55,29	86,48	56,42
Este y Sureste de Asia	199,08	267,70	34,47
Sur y Oeste de Asia	108,45	90,15	(16,88)
Otras	1,89	1,51	(19,92)
Economías en Transición	71,62	68,20	(4,78)

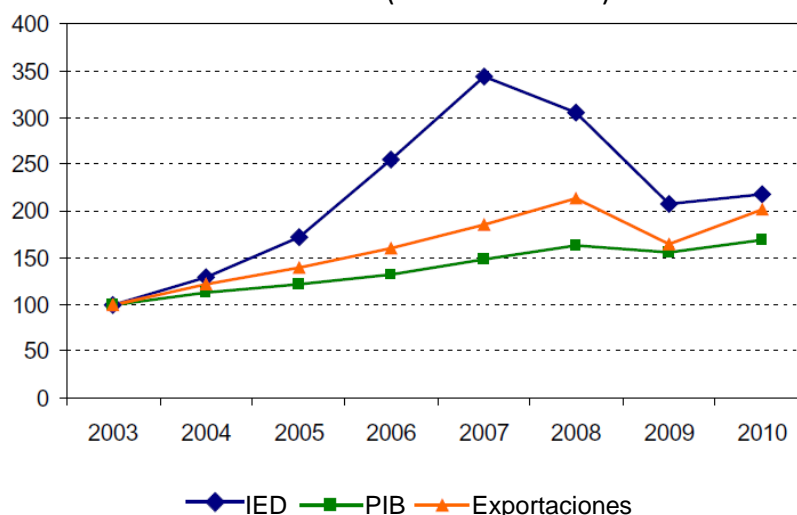
Fuente: UNCTAD.

* Valores finales para los flujos de entrada

** Variaciones negativas entre paréntesis

El comportamiento de las inversiones directas externas contrasta con el del PIB y del comercio mundial. Estos últimos ya recobraron los niveles precrisis. Se debe notar, sin embargo, que las inversiones directas crecieron en ritmo mucho más intenso que las otras dos variables en los años que antecedieron la crisis financiera de 2007-2008 (Gráfico 2.2), lo que refleja su mayor sensibilidad a cambios en la percepción de riesgo del ambiente económico.

Gráfico 2.2: Evolución comparada IED, PIB y Exportaciones
Índice (base: 2003=100)



Fuente: Elaboración propia desde datos de la UNCTAD.

El crecimiento del IED en 2010, todavía que modesto, se reveló mayor que lo anticipado por los levantamientos preliminares de la UNCTAD, que apuntaban virtual estagnación con relación a 2009. Eso sugiere que la recuperación venía ganando ímpetu en el período reciente. De hecho, el índice trimestralmente de inversión externa global de la UNCTAD, en el cual la agencia basa sus estimativas de inclinación, mostraba, para el primer trimestre de 2011, un aumento del 19%, con relación a igual período del año pasado.

Con base en esa inclinación y en un modelo econométrico con datos de 15 años para más de 90 países, la UNCTAD estimó, en julio último, que los flujos de IED en 2011 irían a situarse en la banda de US\$ 1,4 billón a US\$ 1,6 billón (US\$ 1,5 billón en el escenario base) y, con eso, regresar a los niveles precrisis. En 2012, ese montante ascendería para US\$ 1,7 billón y, finalmente, en 2013 volvería a alcanzar el nivel record de 2007.

Sin embargo, el empeoramiento reciente y acentuado de las perspectivas de la economía mundial lanza considerable incertidumbre sobre esas estimativas, especialmente a corto plazo, e incluso el límite inferior de la tasa de proyección de la UNCTAD puede revelarse optimista. Los impactos del deterioro de expectativas sobre las inversiones externas directas, sin embargo, no deben ser uniformes; tienden a ser mayores

para los países desarrollados, que fueron el epicentro de la crisis de 2007-2008 y las principales víctimas de sus efectos secundarios, como el aumento de la deuda pública y las crisis de confianza asociadas a ese aumento.

La inclinación de que los flujos de inversiones se dirijan mayoritariamente para las economías en desarrollo, especialmente de Asia y de América del Sur, como se observó en 2010, debe ser reforzada a corto y medio plazo. En primer lugar porque el dinamismo mayor de esas economías deberá ofrecer mejores oportunidades de inversiones para las empresas transnacionales de los propios países desarrollados. La edición de 2011 de la Investigación sobre las Perspectivas de la Inversión Mundial de la UNCTAD, realizada mediante consulta a una muestra de empresas transnacionales, reveló que, entre los 20 destinos de inversiones más citados por las empresas para el período 2011-2013, 14 eran países en desarrollo (PEDs). Los cinco principales destinos citados, en orden decreciente de citaciones, fueron China, EEUU, India, Brasil y Rusia.

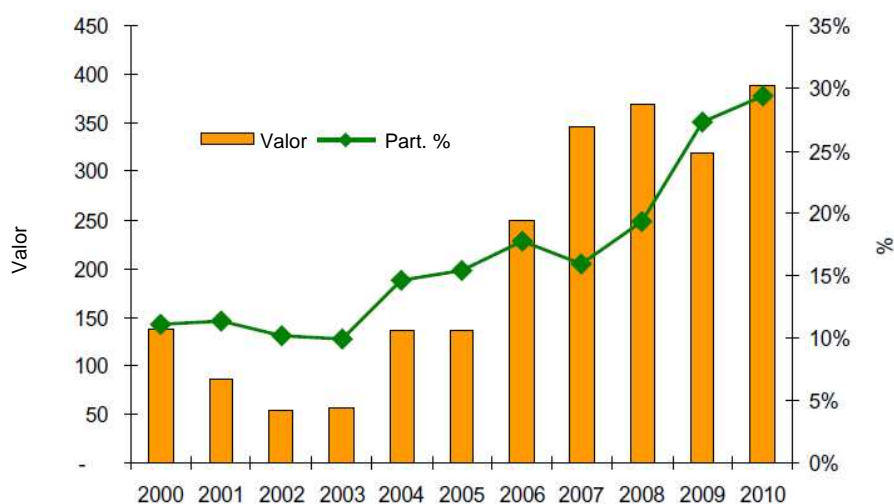
Otra razón por la cual esperar que se refuerce la inclinación de direccionamientos de las inversiones para los países en desarrollo es el hecho de que esos países se volvieron ellos propios fuente importante de inversiones directas y que las empresas transnacionales originadas en esos países dirigen más a menudo sus inversiones a otros países también en desarrollo.

Resultados generales de 2010: países en desarrollo se destacan también como origen del IED

Un destaque del comportamiento del IED en 2010, cuando medido por los flujos de entrada, fue el hecho de que, por la primera vez, más de la mitad del total (55%) se destinó a los países en desarrollo y en transición (Sinopsis Internacional nº 15, de abril de 2011). Cuando medidos por los flujos de salida, detallados más recientemente por la UNCTAD, las inversiones directas en 2010 consolidaron el aumento de la importancia de los países en desarrollo también mientras origen de inversiones externas directas. Entre los 20 países de mayor emisión de inversiones en el año pasado, figuran China, en la 5ª posición, Rusia, en la 8ª y India, en la 20ª (de los países del BRIC, apenas Brasil no figura entre los 20 mayores inversionistas, pero está en la 25ª posición).

En conjunto, las inversiones provenientes de los países en desarrollo y en transición sumaron US\$ 388 mil millones en 2010 y representaron el 29% del total, en comparación con el 16% en 2007. El valor invertido creció un 21% con relación al alcanzado un año antes (Gráfico 2.3). Pero, así como se observa en la evaluación por el destino, el desempeño de los países varía de forma significativa entre sí.

Gráfico 2.3: Flujos de salida de IED de los países en desarrollo y en transición
 Valor y participación en el flujo mundial - US\$ mil millones y %



Fuente: UNCTAD.

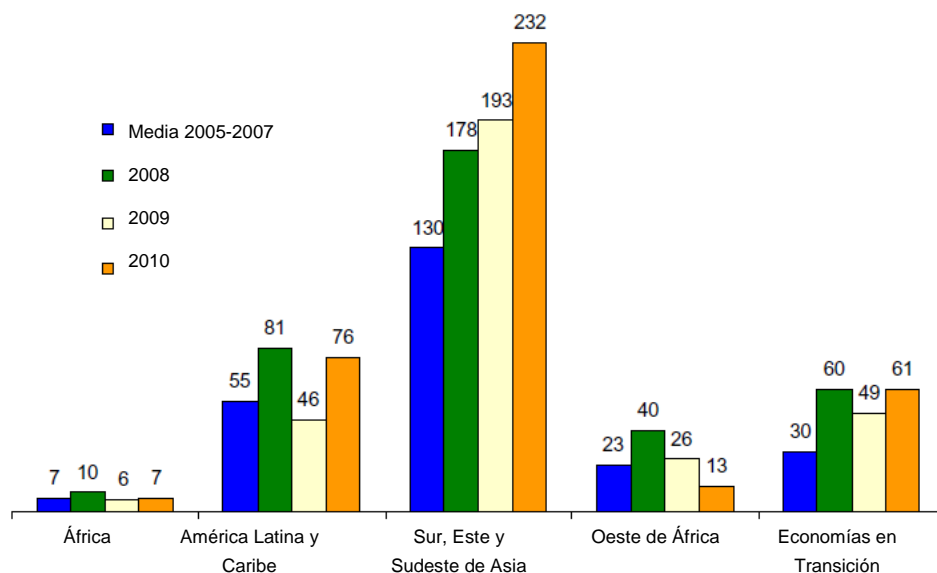
China, incluyendo Hong Kong, es el país que más responde por el aumento de la importancia de los países en desarrollo como inversionistas. En 2010, los flujos de allí provenientes alcanzaron el nivel recuere de US\$ 144 mil millones, correspondientes al 37% del total oriundo de los PEDs. Con ese resultado, según el Informe de la UNCTAD (World Investment Report 2011), las empresas chinas ya sobrepasaron las japonesas en inversiones en el exterior.

Los inversionistas de la Región Sur, Este y Oeste de Asia son los únicos que, en conjunto, sobrepasaron los niveles precrisis. De hecho, para esos inversionistas la crisis parece haber funcionado como una oportunidad para expansión de inversiones: la región fue la única en la que las inversiones en el exterior no cayeron en 2009 (Gráfico 2.4).

La segunda región más importante mientras origen de inversiones, aunque en extensión bien menor que Asia, fue América Latina y el Caribe, liderada por el desempeño de Brasil, Chile, Colombia y México. Las inversiones oriundas de esos cuatro países sumaron US\$ 41,1 mil millones y representaron el 53,9% del total de las inversiones originadas en América Latina.

Con relación a lo destino de las inversiones, el Informe de la UNCTAD apunta que, en 2010, el 70% de los proyectos de IED con origen en los PEDs fueron invertidos en la misma región. Fueron registrados siete grandes negocios (arriba de US\$ 3 mil millones) involucrando economías en desarrollo y en transición, comparados a apenas dos en 2009. Aun así, fue destaque el hecho de que las empresas asiáticas expandieron sus adquisiciones más allá de su propia región: las inversiones de China en América Latina, por ejemplo, crecieron de forma substancial.

Gráfico 2.4: Flujos de salida de IED de los países en desarrollo y en transición por región



Fuente: UNCTAD.

Brasil: país continúa a atraer montante recuere de IED

Brasil aparece en posición de destaque en el Informe sobre Inversiones Mundiales de la UNCTAD, tanto como país de destino como de origen de inversiones directas en la Región de América Latina y del Caribe. En 2010, año en el que los flujos líquidos de IED para Brasil totalizaron un volumen record de US\$ 48,5 mil millones, el país fue el destino del 30% del total de IED que ingresó en la región; cuando considerada apenas América del Sur, la participación de Brasil aumenta para el 56%.

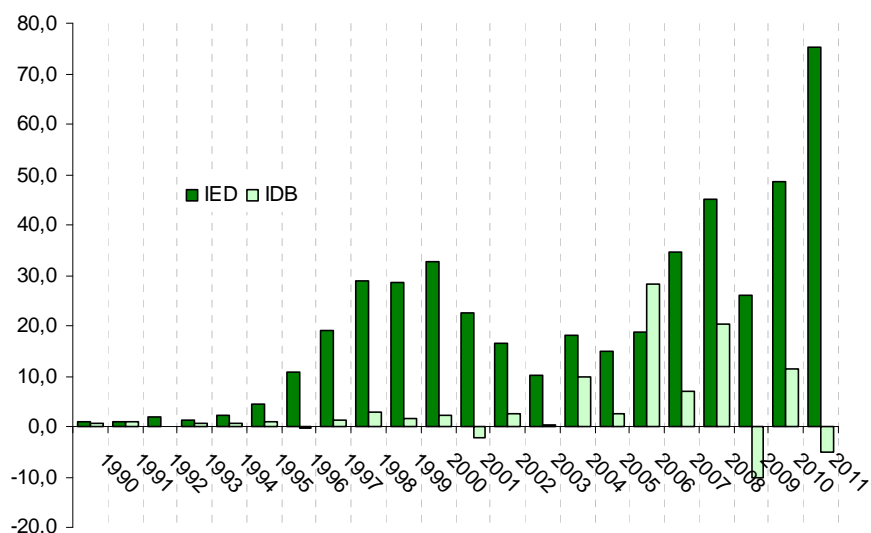
También en cuanto origen de inversión el desempeño de Brasil tiene peso importante, todavía que menor de lo que en el caso del destino. En 2010, la inversión directa de Brasil sumó US\$ 11,5 mil millones y representó el 15% de toda la inversión directa que se originó en América Latina y Caribe. Impulsadas por el fuerte aumento económico doméstico, las transnacionales latinoamericanas aumentaron sus inversiones en el exterior, tanto en nuevos proyectos, como en fusiones y adquisiciones. En el caso de Brasil, la UNCTAD destaca las adquisiciones que las empresas Vale, Gerdau, Camargo Correa, Votorantim, Petrobras y Braskem hicieron en los países desarrollados.

Los resultados de 2011 hasta agosto muestran que las inversiones directas externas destinadas a Brasil continúan en expansión: el acumulado de US\$ 44,0 mil millones en los primeros ocho meses del año supera en un 157% el valor correspondiente del año pasado. Ya las inversiones originadas en Brasil volvieron a mostrar resultado negativo, de US\$ 10,8 mil millones. Eso se explica por el aumento acentuado (48%) de

las recetas con empréstitos entre empresas, algo que también había sido observado en 2009 (Gráfico 2.5).

Las proyecciones más recientes del Banco Central de Brasil para 2011, de acuerdo con el Informe de Inflación divulgado en septiembre, son de inversiones directas externas en Brasil de US\$ 60,0 mil millones, lo que representa un aumento del 24,0% en comparación con el año pasado. En el caso de las inversiones directas brasileñas en el exterior, la proyección del BC es de un resultado negativo de US\$ 10,0 mil millones. Si confirmados, esos montantes afectarán de modo significativo el resultado para la región como un todo.

Gráfico 2.5: Inversiones directas para Brasil (IED) y de Brasil (IDB)
Valores líquidos en US\$ mil millones



Fuente: UNCTAD.

3) COMERCIO EXTERIOR BRASILEÑO

Al final de septiembre de 2011, las estimativas de la Organización Mundial de Comercio para el aumento del volumen del comercio mundial en el año fueron revistas para el 5,8%. La previsión originalmente realizada el 22 de abril era del 6,5% y la revisión es abonada por los economistas de la institución a los acontecimientos de la economía mundial desde entonces, tal como los efectos del terremoto en Japón, del impasse con relación al presupuesto en Estados Unidos y el empeoramiento de la percepción de riesgo asociada a la deuda soberana en la Zona del Euro.

Las tasas de aumento económico deben ser mayores en los países en desarrollo, según las estimativas de la OMC, así como el mismo resultado se espera para sus exportaciones. La expansión real del PIB de los países en desarrollo es proyectada en un 5,9% y a de sus exportaciones, el 8,5%. En los países desarrollados, las estimativas son de, respectivamente, el 1,5% y 3,7%.

En Brasil, la estimativa para el total de las exportaciones para el año de 2011 fue definida en US\$ 257 mil millones a principios de septiembre por el MDIC. La tasa de aumento (27%) del valor expuesto con relación al año anterior resultante de esa estimativa es superior al proyectado para la media mundial (18%). Por tanto, la realización del resultado implicará más un incremento del *market share* de Brasil en el comercio mundial. En 2010, la participación brasileña en el total expuesto en el mundo fue del 1,3% y ya venía presentando aumento en los últimos años debido a la expansión de las exportaciones de *commodities*.

Un factor importante para la trayectoria de las exportaciones es la evolución de precios de las principales *commodities*. Con el recrudecimiento de la crisis europea en las últimas semanas, los precios de algunas *commodities* presentaron la mayor contracción desde 2008. Algunos de los principales sectores alcanzados fueron de minerales, pero también hubo contracción en alimentos. La desvalorización de la mayoría de las monedas con relación al dólar también agravó el cuadro, debido al consecuente ajuste de precios de los productos pese a la nueva realidad cambial. Con variaciones abruptas en tasas de cambio, los compradores presionan los exportadores a reducir su precio en dólares, pues ya estarían recibiendo un valor mayor en moneda local.

Para el caso de Brasil, la evolución de los precios de sus principales *commodities* exportadas ha mostrado resultado positivo. Los tres principales productos brasileños presentaron, en el mes de septiembre, alta con relación al mismo mes del año pasado: el 12,3% para minas de hierro, el 27,0% para soja en grano y el 37,1% para azúcar en bruto. Incluso en la comparación de agosto para septiembre de 2011, considerado internacionalmente como uno de los peores de los últimos tiempos para los mercados de *commodities*, gran parte de los productos brasileños consiguió mantener su precio y fue rara la verificación de fuertes variaciones. La mayor excepción fue referente a las ventas de jugo de naranja, cuyo precio declinó un 16,6% con relación al mes anterior. El precio medio de los minerales de hierro expuesto declinó apenas el -1,3%, mientras soja en grano y azúcar bruto consiguieron precios mayores, respectivamente, del 1,0% y 1,9% con relación a los de agosto.

En el total de las exportaciones, el mes pasado fue el mejor septiembre ya registrado en el histórico brasileño, al alcanzar el valor de US\$ 23,3 mil millones (Tabla 3.1). En el acumulado de doce meses, las exportaciones presentaron valor record (US\$ 190 mil millones; +30,4% con relación al mismo período del año pasado), así como las importaciones (US\$ 167 mil millones; +25,6%). El superávit acumulado (US\$ 23 mil millones) fue el doble del mismo período del año pasado. Las tres categorías de productos presentaron aumento: básicos (US\$ 91 mil millones; +39,8%), semi-manufacturados (US\$ 27 mil millones; +34,6%) y manufacturados (US\$ 68 mil millones; +18,4%).

Tabla 3.1: Exportación, importación y saldo de Brasil por bloques - enero a septiembre de 2011 y 2010
US\$ millones FOB

	Exportaciones		Var. % 2011/10	Importaciones		Var. % 2011/10	Saldo	
	2011	2010		2011	2010		2011	2010
Asia	57.014	40.768	39,8%	52.376	40.625	28,9%	4.638	143
- China	33.571	23.192	44,8%	24.126	18.214	32,5%	9.445	4.978
América Latina y Caribe	41.795	34.164	22,3%	27.710	22.230	24,7%	14.085	11.934
- Argentina	16.891	13.033	29,6%	12.388	10.605	16,8%	4.503	2.428
Unión Europea	39.741	30.785	29,1%	34.100	28.688	18,9%	5.641	2.097
EUA (1)	18.652	14.155	31,8%	24.970	19.953	25,1%	-6.318	-5.798
Oriente Medio	9.267	7.455	24,3%	4.336	3.247	33,5%	4.931	4.208
África	8.733	6.555	33,2%	11.614	8.686	33,7%	-2.881	-2.131
Europa Oriental	4.423	3.560	24,2%	3.654	2.063	77,1%	769	1.497
Demás	10.375	7.487	38,6%	8.206	6.741	21,7%	2.169	746
Total	190.000	144.929	31,1%	166.966	132.234	26,3%	23.034	12.695

Fuente: SECEX/MDIC.

(1) Incluye Puerto Rico.

En el *ranking* mundial de mayores exportadores, acompañado por la OMC, Brasil ocupó el 22º lugar en el año pasado (Tabla 3.2). De forma general, los principales destaques fueron (i) la consolidación de China como principal exportador mundial, al abrir expresiva diferencia con relación al segundo colocado; y (ii) el hecho de Estados Unidos superaren Alemania, porque presentaron una mejor recuperación de sus ventas externas después de la drástica contracción del comercio exterior mundial en el anterior. Otros dos países que llamaron a atención en las estadísticas de la OMC fueron India y Australia: ambos consiguieron tasas de aumento de sus exportaciones superiores al 70% en el acumulado de los últimos cinco años y superaron Brasil.

Las relaciones de mayores exportadores divulgadas por las instituciones que acompañan el comercio exterior mundial, entre las cuales la de la propia OMC, no llevan en consideración todavía la ponderación por valor agregado en cada país. O sea, lo cuanto que realmente es el contenido local de un país en las exportaciones finales registradas en su balanza comercial. El hecho de las industrias actualmente son cada vez más basadas en cadenas de producción mundiales agrava la posibilidad de distorsión de las estadísticas cuando desconsiderado tal factor.

Recientemente la OMC lanzó una iniciativa para ampliar la información existente sobre los flujos comerciales según el valor agregado por país, denominada de *Made in the World*. La principal preocupación expresada por la institución está en el hecho del sesgo traído por la atribución de todo valor de venta apenas al país final de la cadena poder originar distorsiones en el debate sobre los desequilibrios en el comercio mundial y llevar a decisiones equivocadas. Por ejemplo, un país presentar elevada participación de bienes clasificados como de alta intensidad tecnológica en su pauta final de exportaciones puede no significar necesariamente que su estructura productiva refleje este grado de sofisticación industrial, pero que él esté concentrado tan sólo en los cursillos finales de fabricación (montaje) de la cadena productiva. El valor agregado

por el país estaría, de esa forma, asociado a la mano de obra y no en el desarrollo de componentes.

Tabla 3.2: Exportaciones mundiales por países: 2006 a 2010

US\$ mil millones

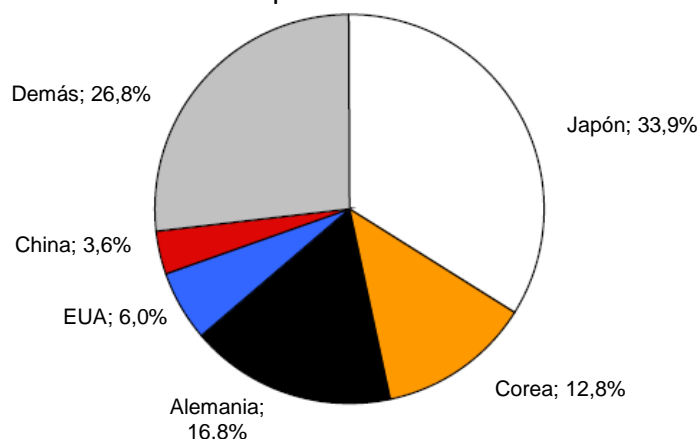
	Países	2006	2007	2008	2009	2010	2010. 2009	2010. 2006
1	China	969	1.220	1.431	1.202	1.578	31%	63%
2	Estados Unidos	1.026	1.148	1.287	1.056	1.278	21%	25%
3	Alemania	1.108	1.321	1.446	1.120	1.269	13%	15%
4	Japón	647	714	781	581	770	33%	19%
5	Holanda	464	551	638	498	572	15%	23%
6	Francia	496	560	616	485	521	7%	5%
7	Corea	325	371	422	364	466	28%	43%
8	Italia	417	500	543	407	448	10%	7%
9	Bélgica	367	431	472	370	411	11%	12%
10	Reino Unido	449	439	460	353	405	15%	-10%
11	Hong Kong	323	349	370	329	401	22%	24%
12	Rusia	304	354	472	303	400	32%	32%
13	Canadá	388	421	456	317	387	22%	0%
14	Singapur	272	299	338	270	352	30%	29%
15	México	250	272	291	230	298	30%	19%
16	Taiwán	224	247	256	204	275	35%	23%
17	Arabia Saudita	211	233	313	192	254	32%	20%
18	España	214	253	281	227	245	8%	14%
19	Emiratos Árabes Unidos	146	179	239	185	235	27%	61%
20	India	122	150	195	165	216	31%	77%
21	Australia	123	141	187	154	212	38%	72%
22	Brasil	138	161	198	153	202	32%	47%
23	Malasia	161	176	200	157	199	26%	24%
24	Suiza	148	172	201	172	195	13%	32%
25	Tailandia	130	154	178	152	195	28%	51%
26	Suecia	148	169	183	131	158	21%	7%
27	Indonesia	104	118	140	120	158	32%	53%
28	Polonia	111	140	170	137	156	14%	41%
29	Austria	137	164	181	137	152	11%	11%
30	Noruega	122	136	173	121	132	9%	8%
	Demás	2.073	2.455	2.997	2.231	2.698	21%	30%
	Mundo	12.113	14.000	16.116	12.522	15.238	22%	26%

Fuente: Elaboración propia desde datos de la OMC.

Uno de los ejemplos más conocidos es el referente a la fabricación de iPhones, resultado del montaje de componentes de un gran conjunto de fabricantes en diversos países. Las importaciones del producto originadas de China por Estados Unidos son superiores a US\$ 2 mil millones al año, lo que de acuerdo con las estadísticas oficiales adoptadas significaría contribución negativa de esa misma magnitud para el balance comercial estadounidense con relación a China. Sin embargo, el exportador final, China, es responsable de apenas el 3,6% del coste total de producción del aparato. Cada aparato era expuesto para Estados Unidos por US\$ 179, de los cuales la participación de valor agregado por la mano de obra china en el montaje era de apenas US\$ 6,5 en los costes apurados para el año de 2009. El Gráfico 3.1 muestra los costes de los materiales empleados en su producción por países y Japón representa el principal proveedor de piezas, entre las cuales los módulos de memoria, de exhibición de imagen y las

pantallas sensibles al toque. La aparente contribución al déficit comercial norteamericano originada tan sólo de China ocurre de hecho en montante mucho mayor con relación a Japón, Corea y Alemania, además de tener de ser descontada la propia parcela de componentes americanos.

Gráfico 3.1: Origen de los insumos (componentes y mano de obra) utilizados en la fabricación de un iPhone
Participación % del total



Fuente: Elaboración propia desde informaciones en Xing y Detert (2010).

El coste de los componentes del iPhone 4 había aumentado con relación a la generación anterior, pero volvió a ser reducido en la versión para redes en la calidad CDMA, lanzada en el inicio de 2011. Mientras el coste originalmente anunciado de esa generación para redes GSM era de US\$ 187,50, los materiales empleados en la versión CDMA pasaron a representar US\$ 171,35. Además del coste de los materiales, el montaje añade actualmente US\$ 7,10 al coste final del producto a ser embarcado de China para Estados Unidos. El precio final de venta de un aparato en Estados Unidos es de US\$ 649 para aparatos sin contrato con operadoras. La diferencia entre ese valor y el mencionado coste cubre consecuentemente, además del margen de beneficio de la Apple, los costes de desarrollo, administrativos, de flete, distribución, impuestos etc.

Aunque ilustrativo de las distorsiones que puedan ocurrir cuando no se considera la efectiva adición de valor por el país exportador final, el caso del iPhone es particularmente extremo. Las tentativas de mensuración de cuanto los países de hecho agregan de valor en sus exportaciones totales retornan en media resultados más equilibrados. Una de las iniciativas pioneras de gobierno para el acompañamiento de una economía entera fue realizada en Suecia, con divulgación en el informe *Made in Sweden*, en marzo este año.

Para el cálculo fueron utilizados las matrices insumo-producto de 1995 y 2005 y las estadísticas de comercio exterior clasificadas por categoría de uso para los años entre 1995 y 2009. El resultado encontrado fue que el contenido nacional sueco en sus exportaciones se redujo del 70% en el inicio del período observado para el 66,5%. El principal origen de los insumos importados está en países desarrollados de la Unión

Europea, Estados Unidos y Noruega. La participación de productos venidos de países bajo coste de producción sin embargo fue creciente en esos años. Las importaciones originadas de ellos eran del 5% en 1995 y alcanzaron el 15% en 2009, de los cuales China fue responsable del 3%.

Fueron encontradas también grandes diferencias por sectores, a pesar de casi todos han presentado aumento de la participación de insumos importados, excepto textiles e informática. La participación de importados llegó al 90% en el segmento de petróleo como resultado de las elevadas importaciones de petróleo bruto noruego. En los otros sectores más relevantes de las exportaciones suecas, la participación fue del 50% en vehículos automotores, el 39% en máquinas y el 29% en madera y papel.

El tema fue destaque también en el *WTO Public Forum* este año, realizado entre los días 19 y 21 de septiembre. Hubo una sesión propia sobre el real valor agregado en el comercio mundial, en el cual fue destacado el caso de Costa Rica, por su imparte de Comercio Exterior, Anabel González. En los últimos quince años la pauta de exportaciones del país pasó por una gran transformación, saliendo de una concentración en productos básicos (frutas, café y algodón) para una alta participación de manufacturados, con destaque para partes de computadoras, material médico y fármacos. Actualmente, la participación de bienes en industrias clasificadas como alta tecnología en aquel país es una de las más altas del mundo, alcanzando el 45%. Al mismo tiempo, la estadística de valor agregado en tales sectores es relevante: el 22% en electrónicos, el 59% en materiales médicos y el 75% en autopiezas. El principal destino de los componentes electrónicos del país es China, y de los materiales médicos y de las autopiezas, Estados Unidos.

Para el caso de cadenas mundiales de producción, la participación esperada de cada país es de hecho menor en el total de valor agregado para cada país. Cuando considerado el total de las exportaciones, la media mundial para el indicador de agregación de valor por los países en sus exportaciones es del 69%; o sea, del total expuesto por un país, más de 2/3 sería originado de componentes o procesamiento en su propio territorio. Pero existe gran variancia a depender de la estructura productiva de los países.

La mensuración de la participación del valor agregado en las exportaciones por cada país ocurre en general a través del llamado indicador de especialización vertical (EV), propongo por Hummels, Ishii y Yi.¹ Para un país k y un producto o sector i , el indicador es definido por:

$$EV_{ki} = (\text{estraperlistas importados} / \text{producción total}) * \text{exportaciones}$$

Para un país k como un todo, el indicador de especialización vertical es dado por la suma de los resultados por sectores y luego la participación considerada como

¹ Hummels, David, Ishii, Jun e Yi, Kei-Mu "The nature and growth of vertical specialization in world trade" *Journal of International Economics*, 54, pp.75-96, 2001

especialización vertical en el total de exportaciones (X_k) es dada por el siguiente coeficiente:

$$CEV_k = EV_k / X_k = \sum_i EV_{ki} / \sum_i X_{ki}$$

El indicador significa el contenido importado de las exportaciones: cuanto más el país sea especializado en una determinada etapa de las cadenas productivas de sus exportaciones, mayor será la proporción de insumos importados en ellas. Países grandes y con gran producción de básicos tienden a presentar un menor coeficiente de especialización vertical y, en el otro extremo, países pequeños y con significativo grado de apertura de la economía, un mayor coeficiente. Tal cálculo fue utilizado en el informe de Suecia mencionado anteriormente y también en trabajo publicado como *working paper* por la OCDE para un conjunto de 40 países.² Los autores encontraron el valor medio del 31% para la media de insumos importados entre los países de la muestra. Los menores coeficientes estaban presentes para Rusia, India, Brasil, Estados Unidos y Argentina (todos en torno del 10%); mientras los de mayores coeficientes fueron Estonia, Irlanda, Hungría y Luxemburgo (del 50% a 60%).

La forma de cálculo sufre de la limitación de considerar que la estructura de exportaciones de un país es análoga a la producción para el mercado doméstico. Los coeficientes de participación de insumos importados son calculados para la economía como un todo y de allí aplicados para las exportaciones. Una de las premisas necesarias para la validez de la fórmula anterior es que la intensidad del uso de insumos importados sea la misma entre la producción para exportaciones y para las ventas domésticas. El resultado es particularmente distorsionado cuando se aplica el método a economías con alta participación de exportaciones en zonas incentivadas de procesamiento. La dificultad de llevar en consideración ese factor está mientras en la obtención de estadísticas desagregadas para evaluarse separadamente la producción doméstica y los diferentes tipos de firmas exportadoras.

Para el caso de China, a pesar de ser un país grande y de allí ser esperada una menor participación de importados en la economía como un todo, por el método anterior ya presentaba coeficiente elevado (28%), pero que puede ser aún mayor caso se amenice las distorsiones mencionadas.

Teniendo en vista esas limitaciones, Koopman, Wang y Wei³ desarrollaron un método para el cálculo del valor agregado extranjero y creado para economías en las que las exportaciones consecuentes de plantas de procesamiento representan parcela significativa del total, lo que sería, según los autores, el caso general de la fórmula de Hummels, Ishii y Yi. Por el hecho de algunos coeficientes necesarios para el cálculo no estén disponibles en las matrices insumo-producto, es también desarrollado para el

² Miroudot, Sébastien y Ragoussis, Alexandros. "Vertical Trade, Trade Costs and FDI", *OECD Trade Policy Working Paper*, n.89, 2009.

³ Miroudot, Sébastien y Ragoussis, Alexandros. "Vertical Trade, Trade Costs and FDI", *OECD Trade Policy Working Paper*, n.89, 2009.

trabajo una forma de estimarlos combinando informaciones de estadísticas de comercio exterior (que dividen los diferentes tipos de productos exportados) con las matrices insumo-producto patrón ya disponibles. El método aplicado para la economía china regresaría el valor de cerca del 50% de insumos importados en las exportaciones de manufacturas por el país, valor casi dos veces superior al por el método anterior. En segmentos tales como los de informática, equipos de telecomunicación y electrónicos, el indicado llegaría al 80%.

Desde el uso de microdatos más detallados, Upward, Wang y Zheng⁴ llegan a una participación aún menor para el valor agregado en las plantas chinas en sus exportaciones, con una participación de importados del 70%. Los autores utilizaron, por la primera vez para analizar esa cuestión, estadísticas detalladas al nivel de empresas y transacciones, con fuentes de informaciones del Chinese Annual Survey of Industrial Firms y de la base de datos Chinese Customs Trade Statistics. El trabajo es realizado para el período de mayor expansión de las exportaciones chinas, de 2000 a 2007, y se observó que el contenido importado estuvo asociado principalmente a empresas extranjeras y entrantes recientes.

MATERIA ESPECIAL

La trayectoria de las reservas internacionales en América del Sur durante la crisis

Alexandre Lautenschlager
Fabricio Cattermol⁵

Introducción

Con el apoyo de persistentes superávits comerciales y/o recibimiento de inversiones extranjeras, a lo largo de la última década, la mayoría de las economías emergentes acumuló volúmenes inéditos de activos en moneda extranjera en sus bancos centrales y fondos soberanos. La real motivación por detrás de tal estrategia es objeto de frecuentes debates entre analistas de la economía internacional. Por un lado, reservas substanciales pueden representar una protección eficiente contra choques externos y súbitas fugas de capitales, asegurando estabilidad a las principales variables macroeconómicas mismo en escenarios especialmente turbulentos.⁶

Mientras, autores como Dooley, Folkerts-Landau y Garber (2003) atribuyen el éxito exportador de algunos países asiáticos a un manejo de la tasa de cambio en nivel subvalorado, hecho viable por la acumulación de reservas además del necesario para suministrar seguridad a la economía doméstica. La controversia, por tanto, está centrada en cuál sería el valor “ideal” para las reservas según un óptico estrictamente de

⁴ Miroudot, Sébastien y Ragoussis, Alexandros. “Vertical Trade, Trade Costs and FDI”, *OECD Trade Policy Working Paper*, n.89, 2009

⁵ Respectivamente, economista y gerente del Área de Comercio Exterior.

⁶ Tal protección no es adquirida sin la incidencia de costes de oportunidad, en la medida en la que reservas son normalmente aplicadas a tasas de intereses bien más reducidas de lo que la vigente en los países subdesarrollados [Rodrik (2006)].

precaución, pero su cálculo es tan o más difícil en cuanto la determinación de un “cambio de equilibrio”.⁷

En términos prácticos, la reciente crisis internacional representa una experiencia con potencial particularmente ilustrativo sobre la actitud de cada país con relación a sus reservas internacionales. Diferentemente de eventos anteriores centrados en los mercados subdesarrollados, cuyo carácter epidémico era menor y más distribuido en el tiempo, la estagnación de la demanda en los países de alta renta representa un choque simultáneo de alcance global. No se espera que sus efectos sean homogéneos, pero dado que prácticamente ningún país escapó ileso al colapso del mercado de créditos *subprime* de Estados Unidos, la detección de calidades en la reacción de los formuladores de política económica posteriormente a 2008 es una pista valiosa para factores que no pueden ser directamente observados.

En artículo reciente, Aizenman y Sun (2009) caminan en la dirección sugerida arriba al documentar variaciones de reservas en una muestra de 21 países emergentes en el período de enero de 2008 a febrero de 2009. Su hipótesis principal es la de la existencia de un “miedo de perder reservas”, que afecta países dependientes del capital extranjero y se opone a lo más conocido “miedo de flotar” el cambio, originalmente propuesto por Calvo y Reinhart (2002). Buscando aportar con tal esfuerzo, el presente trabajo trae informaciones sobre la trayectoria de las reservas internacionales en los países de América del Sur, para un período más largo y con mayor disgregación de lo que en los trabajos ya existentes.

El texto está organizado de acuerdo con la siguiente estructura: después de esta sección de introducción, es hecho un breve resumen del estudio de Aizenman y Sun (2009). Entonces, son presentados los datos sobre la variación de las reservas internacionales y de la tasa de cambio para los países sudamericanos, exclusive las Guianas y Suriname, apuntando características que surgieron en grupos de comportamiento distinto. Como conclusión, es evaluado en qué medida la realidad regional adhiere a las proposiciones anteriores.

La pérdida de reservas entre los emergentes durante la crisis.

Delante de las informaciones sobre la trayectoria de las reservas internacionales en países emergentes durante la crisis internacional, Aizenman y Sun observan que en aproximadamente mitad de la muestra considerada hubo pérdidas substanciales en 2008, no recobradas hasta el inicio de 2009. En la tentativa de encontrar la explicación de por qué descensos fueron mayores en algunos casos que en otros, los autores especificaron un modelo econométrico a los datos teniendo como variable dependiente la variación de las reservas como proporción del PIB. Como variables explicativas se consideró un conjunto de factores relacionados al perfil de integración del país con el comercio internacional: el grado de apertura comercial (razón entre la suma de las

⁷ Para una tentativa de evaluar la influencia de factores de “precaución” o “mercantilistas” en la acumulación de reservas de un panel de países entre 1980 y 2000, ver a Aizeman y Lee (2005).

importaciones y exportaciones y el PIB en el año anterior a la crisis), exportaciones líquidas de petróleo normalizadas por el PIB, la participación de productos primarios (combustibles o no) en la pauta exportadora y la volatilidad de las exportaciones, expresada por el desvío calidad de las ventas externas mensuales en 2007. Adicionalmente, fueron considerados también aspectos financieros, en la forma del grado de apertura financiera, la volatilidad de la tasa de cambio y la participación de la deuda externa de corto plazo en el PIB. Variables de control incluyeron el PIB nominal y *per cápita*, además de interacciones entre algunas de las otras variables.

Los resultados indican que la volatilidad tanto de las exportaciones como del cambio no son determinantes del descenso en el nivel de reservas. A principio, el grado de apertura y la participación del petróleo en los productos exportados se muestran significativos, pero la primera de esas variables es objetivo de otras consideraciones más allá. En la esfera financiera, la deuda externa de corto plazo afecta variaciones en las reservas negativamente y la apertura financiera presenta una relación no lineal, a la medida que sus efectos son más intensos para países fuera de los extremos de la escala, o sea, aquéllos “medianamente abiertos”.

Un desarrollo importante a esas primeras conclusiones es la adición del nivel inicial de las reservas como variable independiente en la ecuación estimada. Las noticias estadísticas encontradas muestran que países con mayor relación reservas/PIB fueron también aquéllos que tendieron a registrar proporcionalmente las mayores pérdidas durante la crisis. Con tal especificación, el grado de apertura pierde significado, llevando los autores a afirmar que *“one interpretation of these differences is that trade openness can affect the initial IR level, and thus affect the magnitude of the changes in IR/GDP ratio, but it does not have a direct impact on relative IR changes”* [Aizenman y Sun (2009, P. 6)].

De hecho, el ejercicio posterior, focalizado en la motivación por detrás de la acumulación de reservas en países cuyas pérdidas de esos activos fueron mayores que 10% durante la crisis, confirma que factores relacionados al comercio son estadísticamente significativos para un elevado nivel de reservas/PIB. De modo opuesto, donde se verificó estabilidad de las reservas, variables de carácter financiero mostraron valores más elevados como influencia sobre el nivel de reservas pre-crisis. El resultado es así interpretado:

[...] countries that internalized their debt exposure to trade shocks before the crisis, opted to deplete greater share of their initial IR during the first phase of the crisis. In contrast, countries that mostly ignored trade factors in hoarding IR before the crisis, refrained from using their IR, possibly due to fear that depleting their IR may signal greater vulnerability down the road, inducing a deeper run on its IRs (ibid., p.8).

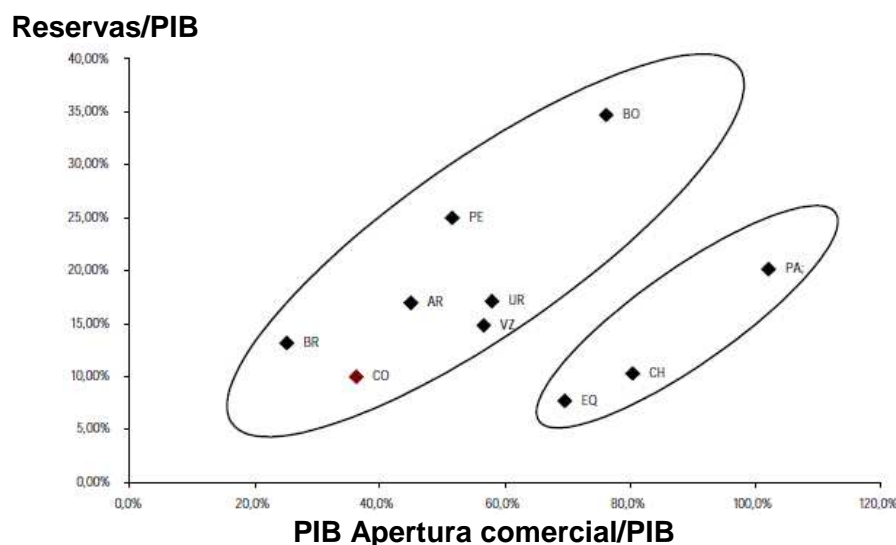
Por último, los autores se dedican a una mejor detallamiento de la velocidad con que las reservas fueron reducidas en aquellos países con grandes pérdidas durante la crisis. Su primera conmovición, de que el deterioro siguió una curva logística invertida, con un ritmo inicial de descenso acelerado dando lugar gradualmente a una estabiliza-

ción, encontró correlación estadística. En ese contexto, las reservas de exportadores de petróleo entraron en la trayectoria descendente más tarde, cuando los precios de los combustibles sufrieron el impacto de la nueva coyuntura internacional. Semejantemente, países con mayor flexibilidad cambial también iniciaron la declinación de sus reservas relativamente tarde. En cuanto a la duración del deterioro de las reservas, es relevante el hecho de que mayor apertura financiera acompaña períodos más largos de descenso.

Trayectoria reciente de las reservas y cambio en América del Sur

Un primer punto a ser evaluado en la adecuación de las conclusiones de Aizenman y Sun (2009) a América del Sur es el pronóstico de que elevados grados de apertura comercial son asociados a mayores niveles de reservas internacionales. Para eso, el Gráfico 1 muestra la proporción entre el comercio de bienes y servicios con el exterior con el PIB nominal en dólares contra la medida de reservas sobre el PIB en los diez países analizados, para el año de 2007, anteriormente a las fases más agudas de la crisis internacional. Aparte Chile, Ecuador y, en menor medida, Paraguay, la mayoría de los países sudamericanos muestra una correlación claramente positiva entre las dos variables, sugiriendo una posible conformidad con la hipótesis levantada.

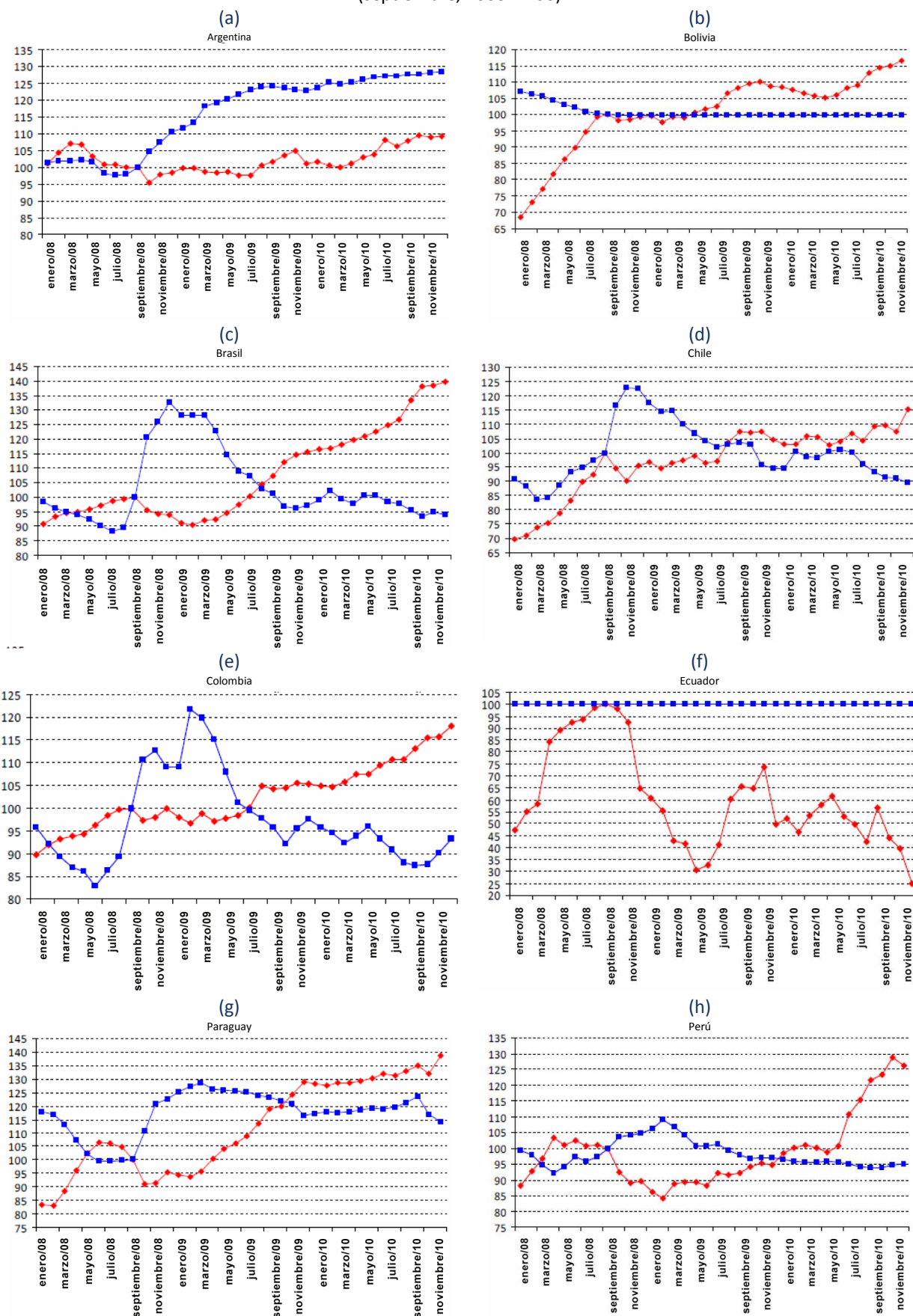
Gráfico 1: Apertura comercial y reservas internacionales/PIB, 2007

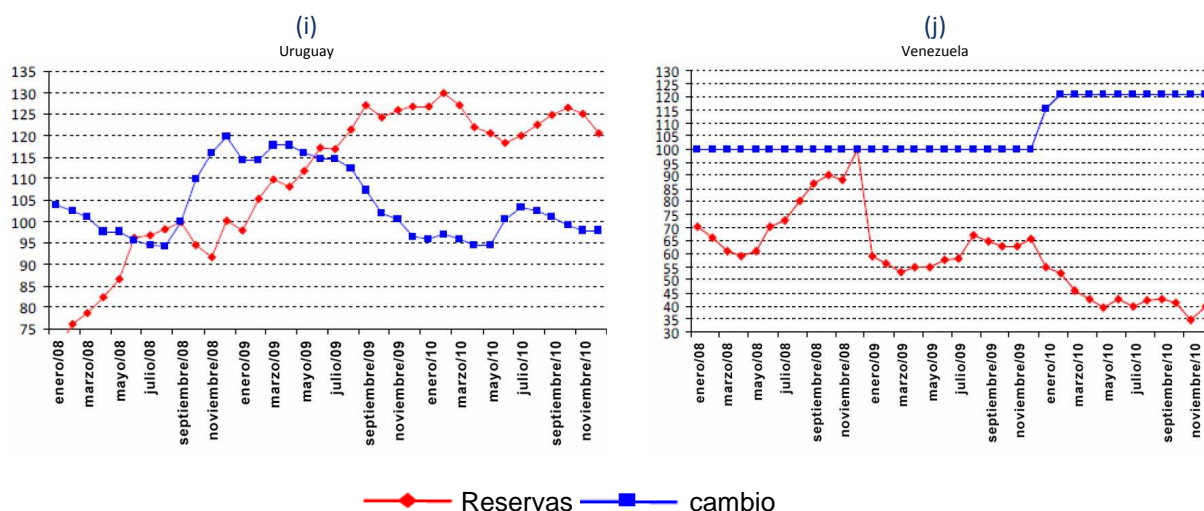


Fuente: Elaboración propia desde los datos de la EIU.

La segunda tabulación de los datos (gráficos 2a hasta 2j), nuevamente inspirada por los autores citados, intenta identificar simultáneamente la trayectoria de las reservas internacionales, pero también el cambio nominal, entre enero de 2008 y diciembre de 2010, centrando las series en 100 en el mes de septiembre de 2008, cuando la falencia del banco americano *Lehman Brothers* causó un aumento súbito de la percepción de riesgo entre los inversionistas internacionales. En tal contexto, descensos en el valor acumulado de reservas fueron percibidas en todos los países, pero su magnitud y las variaciones en la tasa de cambio mostraron algunas diferencias significativas.

Gráfico 2: Reservas internacionales y cambio, enero de 2008 a diciembre de 2010
(septiembre, 2008 = 100)





Fuente: Elaboración propia desde los datos de la EIU.

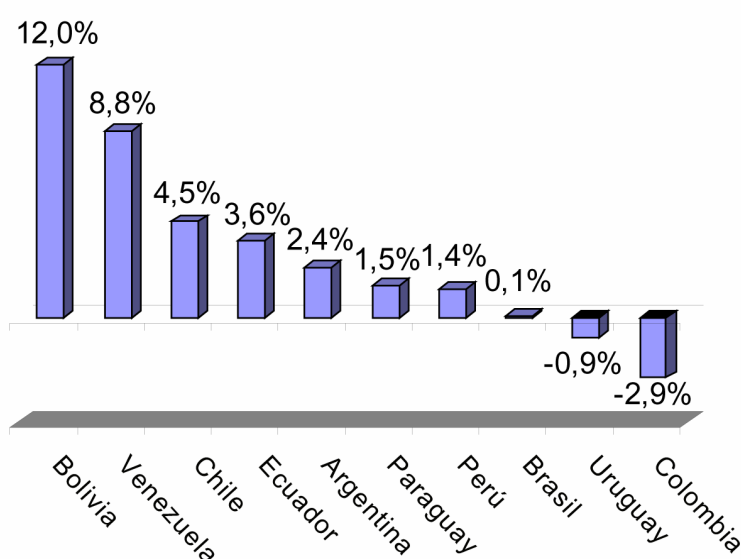
Del grupo de diez países, Bolivia, Ecuador y Venezuela (gráficos 2b, f y j) se distinguen del restante porque utilizaron, durante la mayor parte de los tres años expuestos, un sistema de cambio fijo. Así, son un caso extremo del “miedo de flotar”, ya que resultados negativos para el balance de pagos tendrán contrapartida en pérdida de reservas, de modo a mantener la paridad cambial. Entre los tres, apenas Bolivia, beneficiada por la continuidad de la alta demanda por sus exportaciones (mayoritariamente gas natural) y entrada de capitales extranjeros, consiguió terminar 2010 con el valor de las reservas arriba del nivel del inicio de 2008. Ecuador y Venezuela, por su vez, entre el pico alcanzado tres años atrás y los ocho meses siguientes, llegaron a registrar descensos del 69,3% y 47,0%, respectivamente.

Argentina (Gráfico 2a) puede ser también caracterizada como un país que prioriza el gerenciamiento de la tasa de cambio sobre el mantenimiento de las reservas en un nivel específico. Particularmente, es perceptible el objetivo de las autoridades locales de, con la desvalorización cambial, compensar presiones inflacionistas domésticas, donde el ascenso de precios supera el 10% a.a. Como resultado, después del descenso de aproximadamente el 5% de septiembre para octubre de 2009, se observó un gradual acúmulo de reservas en la misma proporción durante el año siguiente. El movimiento solo no fue más acentuado, debido a la política de usar las reservas para honrar compromisos del gobierno con el pago de intereses de la deuda pública.

Brasil, Chile, Paraguay, Perú y Uruguay (gráficos 2c, d, g, h y i) forman el conjunto con comportamiento más próximo de aquel esperado cuando se desea mantener un mínimo de volatilidad para ambas las variables: tanto el cambio cuando las reservas llegaron a tener variaciones expresivas y opuestas durante la crisis, pero regresaron a sus trayectorias pretéritas con la disipación del choque externo. Entre los cinco países, las reservas cayeron del 10% y 15% después de septiembre y el cambio se elevó del 10% a 35%. En tres, en el cierre del año de 2010, las reservas marcaban un récord histórico. Solamente la tasa de cambio en Paraguay se encontraba más desvalorizada al final del año pasado de lo que hace 15 meses antes.

Colombia es el único país sudamericano donde pueda ser argumentado que haya existido un auténtico “miedo de perder reservas”, en el sentido de que las reservas internacionales fueron mantenidas relativamente estables a lo largo de 2008, mientras el cambio sufrió una fuerte variación que elevó su relación con el dólar en más del 30%. Coincidentemente, en 2007, la cuenta corriente colombiana registró el mayor déficit como proporción del PIB de América del Sur, hecho que deja clara la importancia de la cuenta de capitales y financiera para la sustentación del balance de pagos del país (Gráfico 3). De esa forma, es posible plantear un paralelo con la hipótesis de Aizenman y Sun (2009) de que los países que resistieron en usar sus reservas son los más dependientes de los flujos financieros del exterior.

Gráfico 3: Saldo en cuenta corriente/ PIB, 2007



Fuente: elaboración propia desde los datos del FMI/ WEO.

Conclusión

Este trabajo presentó, desde los argumentos existentes en la investigación reciente de Aizenman y Sun (2009), informaciones sobre la trayectoria de las reservas internacionales de los países de América del Sur. En ese sentido, se verificó que, de los diez países sudamericanos considerados, apenas en Colombia hay indicios de haber ocurrido “miedo de perder reservas”, a la medida que sus reservas internacionales se deterioraron menos de lo que las de sus vecinos, con el choque externo reflejo en oscilaciones mayores de la tasa de cambio. Aparentemente, la gran mayoría de los formuladores de política económica priorizó un *mix* entre desvalorización y pérdida de reservas. Bolivia, Venezuela y Ecuador presentan una calidad particularmente distinta debido a sus políticas rígidas de cambio.

Referencias

AIZENMAN, Joshua; LEE, Jaewoo. International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence. **IMF Working Paper** 05198, 2005.

AIZENMAN, Joshua; SUN, Yi. The financial crisis and sizable reserve depletion: From 'fear of floating' to 'fear of losing international reserves'?. **NBER Working Paper** 15308, 2009.

CALVO, Guilherme A.; REINHART Carmen M. Fear of Floating. **NBER Working Paper** 7993, 2000.

DOOLEY, Michael P.; FOLKERTS-LANDAU, David; GARBER, Peter. An Essay on the Revived Bretton Woods System. **NBER Working Paper** 9971, 2003.

RODRIK, Dani. The social cost of foreign exchange reserves. **NBER Working Paper** 11952, 2006.